

华南农业大学国家重点学科“农业经济管理”系列丛书

● 经济组织与制度经济学系列

■ 罗必良 主编

# 机构投资者：理论、实践与政策

万俊毅 著

 中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

机构投资股东：理论、实践与政策 / 万俊毅著. - 北京：  
中国经济出版社，2006. 3

ISBN 7-5017-7389-0

I. 机… II. 万… III. 金融机构-研究-中国

IV. F823.3

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 016382 号

---

出版发行：中国经济出版社（100037·北京市西城区百万庄北街3号）

网 址：[www.economyph.com](http://www.economyph.com)

责任编辑：张淑玲（电话：13910084005）

**E-mail**：[zsl8838@sina.com](mailto:zsl8838@sina.com)

封面设计：白长江

经 销：各地新华书店

承 印：时嘉印刷有限公司

开 本：850mm×1168mm 1/32 印 张：10.875 字 数：237千字

版 次：2006年4月第1版 印 次：2006年4月第1次印刷

书 号：ISBN 7-5017-7389-0/F·5946 定 价：29.00元

---


版权所有 盗版必究 举报电话：68359418 68319282

服务热线：68344225 68369586 68346406 68309176

## 作者简介

万俊毅，男，1968年出生，经济学博士，华南农业大学经济管理学院工商管理系副教授，主要讲授“跨国公司理论专题”、“企业发展理论”、“组织行为学”、“生产管理学”和“管理学原理”等研究生和本科生的课程。迄今为止，参与和主持包括国家自然科学基金项目与省自然科学基金项目在内的各类科研课题10余项；参与撰写学术论著《股东行为与股东产权》，该合著获湖南省第七届哲学社会科学优秀成果奖；在《农业经济问题》、《投资研究》、《学术研究》、《当代经济科学》和《外国经济与管理》等专业期刊上发表学术论文40余篇，其中有多篇论文被中国人民大学书报资料中心、高等学校文科学术文摘和国研网转载或摘录。主要研究领域为中小企业管理、公司治理、机构投资、创业投资、产业经济、非营利组织与农村社会发展等。

# 目 录

序言 .....	1
内容提要 .....	1
ABSTRACT .....	3
 导论 .....	1
1.1 论题的提出和研究意义 .....	1
1.2 机构投资股东的内涵界定 .....	5
1.2.1 投资者与股份的本质属性 .....	5
1.2.2 机构投资股东的界定 .....	6
1.2.3 相关概念辨析 .....	9
1.2.4 机构投资股东类型 .....	10
1.3 研究的范围、方法和逻辑结构 .....	14
1.3.1 研究的范围 .....	14
1.3.2 主要研究方法 .....	15
1.3.3 研究思路及其架构 .....	16
1.4 研究贡献 .....	17
1.4.1 主要观点综述 .....	17



1.4.2 本文主要创新之处 ..... 22

2 研究回顾和理论基础 ..... 25

2.1 研究文献综述 ..... 25

2.1.1 机构投资者及其特征 ..... 25

2.1.2 机构投资者与组合投资 ..... 28

2.1.3 机构投资者与股市稳定 ..... 29

2.1.4 机构投资者与公司治理 ..... 32

2.1.5 机构投资者与其他主体之间的博弈 ..... 36

2.1.6 机构投资者的制度效应 ..... 39

2.1.7 简短的评论 ..... 41

2.2 相关理论分析 ..... 41

2.2.1 分工、专业化与机构投资者 ..... 41

2.2.2 制度变迁与机构投资者功效的发挥 ..... 47

2.2.3 双重委托代理与机构投资者的行为约束 ..... 51

2.2.4 规模经济、范围经济与机构投资者的竞争优势 ..... 56

2.2.5 外部性、集体行动困境与机构投资者的  
行为选择 ..... 60

2.2.6 机构投资者与经理、散户等主体的博弈 ..... 64

3 机构投资者的决策人属性 ..... 68


3.1 机构投资者在本质上是决策人 ..... 68

3.1.1 高度理性 ..... 69

3.1.2 收益偏好 ..... 70

3.1.3 寻求满意组合 ..... 71

3.1.4 决策系统 ..... 72

3.2	机构投资者的资金配置决策	72
3.2.1	分散化投资	72
3.2.2	股权偏好	73
3.2.3	独具慧眼的选择	74
3.2.4	定期再平衡	75
3.3	机构投资股东的持股特性	76
3.3.1	兼顾股份的收益性和流动性	76
3.3.2	对交易成本与交易风险的敏感性	77
3.3.3	参与公司治理的报酬规模性	78
3.3.4	交易需求的特殊性	80
3.4	机构投资股东的决策选择集合	80
3.4.1	股票挑选策略	81
3.4.2	用“脚”投票策略	83
3.4.3	无为而治策略	85
3.4.4	积极行为策略	86
3.4.5	机构投资股东的行为策略集	88
3.5	机构投资股东决策函数中的信息变量	89
	机构投资股东与公司治理	95
4.1	公司治理中的突出问题:控股股东 对小股东权益的剥夺	97
4.1.1	公司治理问题的缘起、实质及主要治理模式	97
4.1.2	控股股东的实际控制权来源	105
4.1.3	控股股东剥夺行为的数学证明	111
4.1.4	法律制度对控股股东侵害行为的制约	116
4.2	机构投资者参与公司治理的决策及 行为特征	118

4.2.1	参与公司治理的成本与收益分析	119
4.2.2	双重代理约束下的治理边界	121
4.2.3	机构投资者参与公司治理的方式： 以美国为例	123
4.2.4	机构投资者参与公司治理的行为特征	127
4.2.5	声誉机制对机构投资者道德风险 行为的制约	131
4.3	机构投资者积极行为的功效评价	134
4.3.1	积极行为与公司业绩	135
4.3.2	积极行为与公司决策	138
5	机构投资者与股票市场	143
5.1	机构投资者交易需求变动与股票价格波动	145
5.1.1	波动加剧学派	146
5.1.2	波动非加剧学派	150
5.1.3	对两派观点的评议	153
5.2	机构投资者与股票市场互动发展的机理分析	156
5.2.1	机构投资者的发展对股票市场的影响	156
5.2.2	股票市场的发展对机构投资者的影响	159
5.2.3	机构投资者与股票市场的互动发展	161
6	实证研究 (I): 机构投资者发展的国际经验	164
6.1	美国机构投资者的发展及其股东角色演变	164
6.1.1	美国机构投资者的发展历程	165
6.1.2	美国机构投资者积极行为的激励机制演化	174

6.2	其他市场经济国家发展机构投资者的 经验与教训 .....	186
6.2.1	日本机构投资者的发展 .....	186
6.2.2	英国机构投资者的发展 .....	194
6.2.3	澳大利亚机构投资者的发展 .....	197
6.2.4	韩国机构投资者的发展 .....	200
6.3	全球机构投资者发展的总体趋势 .....	203
6.3.1	全球机构投资者的发展概况 .....	203
6.3.2	全球化与外国机构投资者的发展 .....	206
6.3.3	机构投资者发展趋势研判 .....	211
7	实证研究(II):机构投资股东在中国的实践 ..	215
7.1	中国机构投资股东的发展概况 .....	217
7.1.1	沪市中的机构投资者 .....	217
7.1.2	深市中的机构投资者 .....	220
7.2	中国各类机构投资股东的发展历程及现状 ..	223
7.2.1	证券公司 .....	223
7.2.2	证券投资基金 .....	225
7.2.3	保险基金 .....	227
7.2.4	养老基金 .....	229
7.2.5	私募基金 .....	231
7.3	中国机构投资者选股偏好和投资行为的 实证研究:以上市公司为例 .....	232
7.3.1	研究现状 .....	232
7.3.2	研究样本与数据 .....	235
7.3.3	实证检验结果与分析 .....	242
7.3.4	研究结论 .....	254

8	中国机构投资股东发展路径选择 .....	257
8.1	中国机构投资者的发展空间 .....	257
8.2	中国机构投资股东发展的制度约束 .....	260
8.2.1	正式制度维约束 .....	260
8.2.2	非正式制度维约束 .....	266
8.2.3	制度实施机制维约束 .....	269
8.3	中国机构投资股东的发展对策 .....	272
8.3.1	稳步推进股市的扩容进程， 夯实机构投资股东快速发展的基础 .....	273
8.3.2	放松对机构投资者的入市管制， 加快培育各类机构投资者 .....	275
8.3.3	优化机构投资者队伍的构成， 促进机构投资者的机构化 .....	280
8.3.4	加强机构投资者的监管与治理， 规范好机构投资者的行为 .....	283
8.3.5	突破机构投资者有所为的能力瓶颈， 成立服务性的第三方组织 .....	286
8.3.6	优化机构投资者的运作环境， 推动机构投资股东健康发展进程 .....	287
9	结束语 .....	291
	参考文献 .....	294
	后记 .....	320

# 序 言

华南农业大学经济管理学院（2004年5月前名为经济贸易学院）是一所融农业经济、产业经济、工商管理、金融、贸易、财会诸学科为一体，具有博士后、博士、硕士、本科等多层次、多规格人才培养能力，实行人才培养、科学研究和社会服务相结合，在国内外具有一定影响的学院。

经过多年的建设，学院已经形成了以农业经济管理为核心的复合型学科群，其主要研究方向包括：农村经济发展与政策、农村经济组织与制度经济、外向型经济与企业管理、农产品国际贸易等。本学科的总体水平在国内同类学科及广东经济管理类学科中的排名均处于前列。1997年被列为华南农业大学“211工程”建设重点学科之一，1999年被遴选为广东省重点学科，并评为广东省经济管理类三个A类重点学科之一，2001年

评为国家重点学科。

为了有效地实施重点学科的建设计划，经济管理学院于 2002 年决定出版“国家重点学科农业经济管理系列丛书”，集中出版以反映我院学科特色、具有较高质量的标志性成果。该系列丛书由教材、研究专著及部分优秀博士论文组成。分为四个子系列：经济发展与政策系列、经济组织与制度经济学系列、外向型经济与企业管理系列、国际贸易与金融系列。

制度经济学的研究，已经成为华南农业大学经济管理学院学科发展的重要方向之一。在近些年中，学院的部分教师和研究生为深化有关方面的研究做出不懈的努力，并为这一研究方向的成长做出了他们的贡献。先后在《经济研究》、《经济学家》、《经济科学》、《中国社会科学季刊》等重要刊物发表论文与研究报告 300 余篇，出版了《新制度经济学》、《市场化进程中的组织制度创新》、《经济组织的制度逻辑》、《经济发展中的制度变迁》、《目标、效率与治理结构选择》、《技术创新、制度创新与中国农村经济发展》等多部专著和教材。

作为华南农业大学经济管理学院主持的国家重点学科“农业经济管理”系列丛书的一部分，“经济组织与制度经济学”子系列除了出版有关的教材外，还致力于经济组织效率的制度经济学研究。主要内容涉及：经济组织的契约性质、经济的效率生成、经济组织与环境的相容性、不同经济组织的比较优势与作用范围、制度变迁的逻辑与演化路径、经济组织的激励机制设计、产权制度与政府行为等。

本系列已经出版的著作有：《农业产业组织：演进、比较与创新——基于分工维度的制度经济学研究》、《信念、效率与制度变迁——广东省中山市崖口村公社制度研究（1980~1999）》、《资源特性与制度安排》、《经济组织的治理逻辑》、《中国药品管制的制度经济学研究》、《中国农业合作经济：组织形式与制度变迁》、《产权制度与经济组织》、《政府、市场及意识形态——新制度经济学的解析》、《农村经济组织的创新与绩效——新制度经济学的解析》（后三种由中国数字出版出版社出版）。

本书亦是该系列中的一种。

作为国内首例制度经济学本土化研究的系列丛书，存在不足是难免的。因此，我们期待着社会和学界的关注、批评与呵护，同时希望此系列成为华南农业大学经济管理学院学科成长的台阶与标志。

罗必良

2006年1月8日于广州

## 内 容 提 要

机构投资者具有多重制度效应。当前世界范围内机构投资者行业的发展呈现三大趋势：一是机构投资者队伍仍在继续壮大，机构投资者跨国界的投资活动日趋频繁；二是机构投资者越来越偏好股权投资；三是机构投资者的积极行为日益成为一种重要的公司治理机制。与发达国家（地区）相比，中国机构投资者的发展水平明显偏低，中国发展机构投资者的任务紧迫。在此背景下，系统性地深入研究机构投资股东，就具有重大的理论意义和实践意义。

理论研究揭示：机构投资者在本质上是决策人，机构投资者是具有高度理性、偏好投资收益、寻求满意组合的决策系统。机构投资者投资股市时就自然成为机构投资股东。机构投资股东在偏好股份的属性、追求收益的能动性和行使股权的方式等方面，与一般法人股东存在着根本性的区别。受持股较多的内在激励，机构投资股东在解决公司内部的代理问题时比较有效，但也会滋生机会主义行为。机构投资股东的行为可以通过完善相关制度来规范。机构投资股东与股票市场的发展存在良性互动关系。



放松管制、加强监管和完善相关制度环境是各国发展机构投资者的共同经验。尽管中国机构投资者在市场上的表现毁誉参半，但实证研究表明，他们有较强的选股能力，群体具有投资意识，整体属于风险规避型，符合信托的“谨慎人理财”原则。中国目前具有较大的发展机构投资股东的空间。只要有的放矢地解除机构投资股东在正式制度维、非正式制度维和制度实施机制维等方面受到的具体约束，中国的机构投资股东就会迎来发展的春天。

#### 关键词

机构投资股东；制度效应；公司治理；股票市场；发展策略；决策人

# **Institutional Shareholder: Theory, Practice & Policy Research**

Wan Jun-yi

( College of Economics and Management, SCAU,  
Guangzhou 510642)

## **Abstract**

Institutional investor has several system effects. Nowadays, the development of institutional investor industry all around the world is showing the following three trends. Firstly, the community of institutional investors is still developing continuously and their behavior of global investment happens frequently day by day. Secondly, institutional investors prefer equity investment more and more. Thirdly, institutional investors' active participation becomes an important corporate governance mechanism gradually. Compared with that in the developed countries (regions), the development level of the institutional investors in China is obvious low and the task to develop Chinese institutional investors is so urgent. Therefore, the systematic study on institutional investors thoroughly has great theoretical and practical significance.

A  
B  
S  
T  
R  
A  
C  
T

The theoretic research reveals that institutional investors are decision-maker in essence and a decision system of high rationality, which preferring investment revenue and asking for satisfactory portfolios. Institutional investors become institutional shareholders naturally when investing the stock market. Institutional shareholders differ from the general corporation shareholders significantly in preferring stock attributes, the activity of pursuing revenue, the way to actualize equities, and so on. Stimulated by holding many shares, institutional shareholders are more effective in dealing with agency problems in the corporation, but also behave as opportunists sometimes. Institutional shareholders' behavior can be standardized by the relative system. The relationship between the development of institutional shareholders and the stock market is mutually beneficial.

The common experience about the development of institutional shareholders all over the world is losing regulation, strengthening supervision and improving the relative institutional environment. Although the Chinese institutional shareholders' operation in market is both praised and criticized, the positive analysis shows that they have comparatively strong ability to select stocks and consciousness of investment and evading risks. So their behavior meets "the Financing Principle of Prudence". China has comparatively more chances to develop